
RECUADRO 1
DESARROLLO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

En lo que va del año, la crisis financiera de Estados Unidos se expandió al sistema financiero de Europa y se acentuaron los temores de insolvencia. Los reportes de mayores pérdidas de las principales instituciones financieras y los recortes de calificación de las principales agencias de *rating* generaron una gran dificultad en el incremento de capital de las empresas financieras tras los mayores riesgos de insolvencia. Desde que empezó la crisis (fines de 2007), las pérdidas anunciadas ya superaron los US\$ 500 mil millones. El FMI estima que las pérdidas potenciales podrían alcanzar los US\$ 1,3 billones.

Los problemas de desvalorización de activos, que inicialmente se concentraron en los títulos hipotecarios (y sus respectivos derivados financieros), se extendieron hacia otros títulos, en particular los de muy corto plazo (como los *asset-backed commercial papers* o ABCP), generando restricciones de liquidez en el mercado de dinero (al problema de “calidad” se sumó el de “liquidez” de títulos).

PÉRDIDAS CREDITICIAS Y APORTES DE CAPITAL*

(Miles de millones de US\$)

	Pérdidas crediticias	Aporte de capital
Norteamérica	409,6	342,5
<i>Del cual:</i>		
Merrill Lynch	58,1	29,9
Citigroup	68,1	74,0
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Washington Mutual	45,6	12,1
Europa	227,2	265,4
<i>Del cual:</i>		
UBS	44,2	31,8
HSBC	27,4	5,0
IKB Deutsche	13,5	11,1
Royal Bank of Scotland	13,3	55,7
Asia	24,9	22,3
TOTAL	661,7	630,2

Fuente: Bloomberg.

* Datos acumulados al 20 de octubre, desde inicio de la crisis.

Durante el mes de setiembre, tras la quiebra de *Lehman Brothers Holding Inc.*, estas condiciones se acentuaron en tal magnitud que los mayores riesgos de liquidez, de crédito y sistémico causaron el cierre de las actividades de fondeo entre las instituciones financieras de Estados Unidos.

Las tasas de corto plazo se elevaron significativamente y las operaciones interbancarias prácticamente desaparecieron convirtiendo a los bancos centrales en las únicas fuentes de liquidez, en particular en dólares (el 30 de setiembre la tasa *libor overnight* en dólares se elevó de 2,57 a 6,88 por ciento). Esta evolución se observó en los principales mercados monetarios de las economías desarrolladas.

Así por ejemplo, un indicador de las restricciones de liquidez es la evolución del *TED spread*, que mide el diferencial entre la tasa *libor* a 3 meses y el rendimiento de los bonos del Tesoro del mismo plazo. Durante el mes de setiembre este diferencial llegó a superar el 3 por ciento, alcanzando de este modo niveles incluso mayores a los registrados durante la crisis financiera de 1987.

En este contexto y en coordinación con otros bancos centrales de Europa y Japón, la FED incrementó sus inyecciones de liquidez en el mercado de dinero (a través de montos mayores y la relajación de los colaterales exigidos). Sin embargo, la incertidumbre y la falta de confianza no lograron revertir el alza de las tasas de corto plazo.

DIFERENCIAL ENTRE LA TASA LIBOR Y EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO



PRINCIPALES EVENTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Estados Unidos			Europa		
Fecha	Institución	Evento	Fecha	Institución	Evento
07-set	Fannie Mae y Freddie Mac	Rescate de agencias gubernamentales.	28-set	Hypo Real State	Recibe inyección de capital del gobierno alemán y bancos privados por 35 mil millones de euros.
15-set	Lehman Brothers	Se declara en suspensión de pagos.	29-set	Glitnir Bank	Rescatado por gobierno de Islandia (control de 75 por ciento)
15-set	Merrill Lynch	Bank of America anuncia la compra de Merrill Lynch.	29-set	Bradford & Bingley	Santander adquiere negocio de depósitos y el gobierno de Reino Unido el resto de la institución.
16-set	AIG	FED proporciona línea de crédito.	29-set	Fortis	Es parcialmente nacionalizado por los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo.
19-set	Tesoro EE.UU.	Anuncio del Plan de Rescate (US\$ 700 mil millones).	30-set	Dexia	Recibe una inyección de capital por parte de los gobiernos de Bélgica, Francia y Luxemburgo.
22-set	Morgan Stanley	Se transforma de banco de inversión a banco comercial.	9-oct	Reino Unido	Gobierno anuncia plan de rescate.
22-set	Goldman Sachs	Se transforma de banco de inversión a banco comercial.	10-13 oct	Alemania, Francia, Holanda, España, Portugal, Italia, Austria y Noruega	Gobiernos anuncian plan de rescate.
26-set	Washington Mutual	JP Morgan adquiere gran parte de los activos de Washington Mutual.	16-oct	UBS	Gobierno suizo anuncia inyección de capital.
2-3 oct	Senado y Cámara de EE.UU.	Aprueban el Plan de Rescate.	20-oct	ING	Gobierno holandés anuncia inyección de capital.
13-oct	Wachovia	Wells Fargo llega a un acuerdo para adquirir Wachovia.	20-oct	BayernLB	Recibe inyección de capital del gobierno alemán.
14-oct	Tesoro EE.UU.	Anuncia que destinará US\$ 250 mil millones para recapitalizar bancos.			
15-oct	Tesoro EE.UU.	Inyecta US\$ 125 mil millones para capitalizar a 9 bancos.			

De esta manera, la incertidumbre respecto a la solvencia de las instituciones financieras asociadas con el sector hipotecario (agencias del gobierno, banca comercial y banca de inversión) se extendió hacia otras instituciones como las aseguradoras de activos (como MBIA, Ambac y AIG) y en última instancia hacia los propios inversionistas institucionales (como los fondos mutuos y otros fondos de inversión), poniendo en peligro la solvencia del sistema financiero de Estados Unidos. En esta coyuntura, las primeras medidas para evitar una expansión de la crisis conllevaron al rescate de las dos principales empresas hipotecarias auspiciadas por el gobierno de Estados Unidos. Posteriormente, la FED decidió impedir la quiebra de AIG (la principal aseguradora de los activos de las instituciones financieras) a través de un préstamo por US\$ 85 mil millones.

Simultáneamente las instituciones financieras más grandes optaron por consolidarse (a través de las actividades de adquisiciones), con lo que la banca de inversión norteamericana prácticamente desapareció. Pese a todas estas medidas la crisis financiera no se revirtió. Los problemas de insolvencia se acentuaron y la necesidad de incrementar el capital, tras las fuertes pérdidas financieras, generó el proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras (*deleveraging*) que empeoró las condiciones de crédito y elevaron los riesgos de un escenario de *credit crunch* y de recesión.

En este contexto, el gobierno de Estados Unidos lanzó finalmente su plan de rescate al sistema financiero americano (*Troubled Asset Relief Program* o *TARP*). Este plan permitiría al Tesoro emitir -por tramos- deuda por US\$ 700 mil millones (aproximadamente un 5 por ciento del PBI) para comprar títulos hipotecarios y otros títulos desvalorizados de las instituciones financieras con el fin de restaurar la estabilidad de los mercados.

Sin embargo, la demora en la aprobación del TARP (hasta la primera semana de octubre) y el pesimismo respecto a la efectividad del plan generó mayor volatilidad en todos los mercados financieros. Las restricciones de liquidez y crédito se acentuaron, y las bolsas registraron pérdidas de manera generalizada. El *TED spread* alcanzó niveles récord.

Posteriormente, desde la segunda semana de octubre, se produce el reconocimiento de la necesidad de medidas coordinadas entre los principales países desarrollados (básicamente del G-7, que incluía tanto a los gobiernos como a los bancos centrales), centradas primordialmente en la recapitalización de las instituciones financieras y en la inyección de liquidez de corto plazo en dólares.

De las medidas coordinadas entre los bancos centrales destacó la decisión del recorte de tasas de 50 puntos básicos, en una reunión extraordinaria, de la FED, los bancos centrales de Canadá, Suiza (SNB), Suecia, Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (BCE). Posteriormente, el BoE, el BCE y el SNB anunciaron que brindarán toda la liquidez que se demande a tasas fijas, y la FED, por su parte, les amplió las líneas *swap*.

Por el lado de las medidas adoptadas por los gobiernos para rescatar a los sistemas financieros, destacó el anuncio del Reino Unido de un plan de rescate por £400 mil millones que incluiría £37 mil millones para la recapitalización de la banca. Por su parte, Alemania anunció un fondo por €400 mil millones para garantizar los préstamos interbancarios no mayor a 3 años de vencimiento, depósitos y otros activos, y unos €100 mil millones para recapitalizar el sistema financiero. Francia anunció fondos por €320 mil millones para garantizar deuda interbancaria y €40 mil millones para recapitalizar la banca. Holanda, España, Portugal, Italia, Austria y Noruega anunciaron fondos por un total de €481 mil millones para garantizar deuda bancaria. Siguiendo estos anuncios, el Tesoro de EE.UU. acordó unos US\$ 250 mil millones (de los fondos del TARP) que serían utilizados para la recapitalización de los principales bancos, y decidió asegurar las emisiones de deuda de los bancos.

Desde el lunes 13 de octubre, las restricciones de liquidez comenzaron a disminuir y los mercados de dinero comenzaron a registrar una evolución menos desfavorable. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre sobre la evolución de los mercados en tanto no hay una evidencia clara de que las medidas adoptadas por los países desarrollados sean suficientes para asegurar el normal funcionamiento de los mercados financieros.
